

## 腰部坚实，份额提升

山西汾酒 2025 年报点评

### 核心观点

- 事件：公司发布 2025 年年报。**2025 年公司实现营收 387.18 亿元，同比+7.52%；归母净利润 122.46 亿元，同比+0.03%；扣非净利 122.53 亿元，同比+0.06%；其中，25Q4 公司实现营收 57.94 亿元，同比+24.51%；归母净利润 8.42 亿元，同比-5.72%，扣非净利 8.42 亿元，同比-5.84%。
- 腰部产品坚实，深化全国化 2.0 布局。**分产品看，25 年汾酒/其他酒类营收 371.41/11.51 亿，同比+7.72%/+3.09%。我们预计玻汾全年增速较快、青花 20、青花 25 保持稳增，巴拿马、青花 30 受外部环境影响有所承压。分区看，2025 年省内/省外营收 133.91/252.02 亿，同比-0.81%/+12.64%，省内大盘韧性高，2026 公司将继续推进全国市场精耕细作，通过“汾享礼遇”体系维护价盘，构建全国市场四级网络，深化全国化 2.0 布局。25 年末公司经销商 4455 家，较 24 年末减少 98 家。
- 产品结构致毛利下行，费用率平稳。**2025 年毛利率同比-1.35pct 至 74.85%，主因产品结构下行所致；2025 年销售费用率同比+0.25pct 至 10.59%，主因行业下行期公司加大市场营销投入所致；2025 年管理费用率同比-0.27pct 至 3.75%，25 年税金及附加率同比+1.39pct 至 17.86%，综上，2025 年归母净利率同比-2.37pct 至 31.63%。同时，公司 25 年销售回款 354.57 亿元，同比-3.15%；经营性净现金流 90.14 亿元，同比-25.95%。
- 分红比例提升，重视股东回报。**根据 2025 年度利润分配预案，公司全年现金分红总额 80.03 亿元，分红率提升至 65.35%，相较于 2024 年提升 4.96pcts。同时，公司公告 2025-2027 年度股东分红回报规划，计划 2025-2027 年度，公司每年度现金分红总额不低于当年归属于上市公司股东净利润的 65%，未来仍有提升空间。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑到商务消费恢复不及预期，我们略下调 26、27 年盈利预测，我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 9.06、9.50、10.13 元（原预测为 10.61、11.58 元，新增），参考可比公司估值，我们给予公司 2026 年 24 倍市盈率，对应目标价为 217.44 元，维持买入评级。

### 风险提示

消费复苏不及预期风险、省外拓张进度不及预期、食品安全事件风险。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	36,011	38,718	35,954	37,388	39,525
同比增长(%)	12.8%	7.5%	-7.1%	4.0%	5.7%
营业利润(百万元)	16,539	16,661	15,035	15,764	16,819
同比增长(%)	16.3%	0.7%	-9.8%	4.9%	6.7%
归属母公司净利润(百万元)	12,243	12,246	11,049	11,587	12,362
同比增长(%)	17.3%	0.0%	-9.8%	4.9%	6.7%
每股收益(元)	10.04	10.04	9.06	9.50	10.13
毛利率(%)	76.2%	74.9%	74.7%	73.8%	73.6%
净利率(%)	34.0%	31.6%	30.7%	31.0%	31.3%
净资产收益率(%)	39.1%	32.9%	24.5%	22.0%	21.6%
市盈率	13.6	13.6	15.1	14.4	13.5
市净率	4.8	4.2	3.3	3.1	2.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月24日）	141.95 元
目标价格	217.44 元
52 周最高价/最低价	212.5/135 元
总股本/流通 A 股（万股）	121,996/121,996
A 股市值（百万元）	173,174
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2026 年 04 月 27 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.76	-4.38	-13.84	-32.19
相对表现%	0.9	-10.96	-15.26	-58.22
沪深 300%	0.86	6.58	1.42	26.03



### 证券分析师

李耀	执业证书编号：S0860525100001 香港证监会牌照：BXH218 liyao@orientsec.com.cn 021-63326320
张玲玉	执业证书编号：S0860526030001 zhanglingyu@orientsec.com.cn 0755-82819271

### 相关报告

产品结构下移，省外稳健增长：——山西汾酒 25H1 半年报点评	2025-09-03
业绩增速稳健，经营具备韧性	2024-10-31
预计 Q2 主动控速，期待中秋旺季表现	2024-08-29

表 1：可比公司估值及盈利预测

公司	代码	最新价格(元) 2026/4/24	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	600519	1458.49	68.86	65.74	71.47	75.89	21	22	20	19
古井贡酒	000596	109.50	10.44	8.36	8.88	9.94	10	13	12	11
泸州老窖	000568	102.63	9.15	8.00	8.23	8.92	11	13	12	12
重庆啤酒	600132	54.17	2.30	2.54	2.66	2.78	24	21	20	19
酒鬼酒	000799	42.90	0.04	0.04	0.25	0.45	1117	968	174	95
金徽酒	603919	18.46	0.77	0.70	0.72	0.79	24	26	26	23
舍得酒业	600702	45.54	1.04	0.67	1.13	1.44	44	68	40	32
	调整后平均						25	30	24	21

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,285	9,767	25,087	30,720	35,742	营业收入	36,011	38,718	35,954	37,388	39,525
应收票据、账款及款项融资	1,762	2,060	1,798	1,496	1,581	营业成本	8,570	9,737	9,101	9,795	10,422
预付账款	99	182	134	157	157	销售费用	3,726	4,102	4,135	4,113	4,150
存货	13,270	14,392	13,772	12,734	13,027	管理费用	1,447	1,453	1,438	1,309	1,383
其他	22,618	19,510	15,827	15,829	15,831	研发费用	148	174	162	168	178
<b>流动资产合计</b>	<b>44,034</b>	<b>45,911</b>	<b>56,617</b>	<b>60,935</b>	<b>66,338</b>	财务费用	(10)	(20)	(81)	(134)	(160)
长期股权投资	96	119	99	99	99	资产、信用减值损失	(7)	0	0	0	0
固定资产	2,853	3,250	4,021	4,682	5,254	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,025	2,879	2,574	2,343	2,170	投资净收益	324	290	295	270	290
无形资产	1,226	1,202	1,276	1,347	1,416	其他	(5,922)	(6,901)	(6,460)	(6,643)	(7,023)
其他	3,262	2,962	2,937	2,942	2,932	<b>营业利润</b>	<b>16,539</b>	<b>16,661</b>	<b>15,035</b>	<b>15,764</b>	<b>16,819</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,461</b>	<b>10,413</b>	<b>10,907</b>	<b>11,413</b>	<b>11,870</b>	营业外收入	4	7	7	6	7
<b>资产总计</b>	<b>53,495</b>	<b>56,323</b>	<b>67,525</b>	<b>72,348</b>	<b>78,208</b>	营业外支出	14	18	20	17	19
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>16,529</b>	<b>16,650</b>	<b>15,022</b>	<b>15,753</b>	<b>16,807</b>
应付票据及应付账款	4,587	4,218	4,406	4,493	4,913	所得税	4,276	4,355	3,929	4,120	4,396
其他	13,377	11,832	11,747	12,382	12,943	<b>净利润</b>	<b>12,253</b>	<b>12,295</b>	<b>11,093</b>	<b>11,633</b>	<b>12,411</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17,963</b>	<b>16,049</b>	<b>16,153</b>	<b>16,874</b>	<b>17,856</b>	少数股东损益	10	49	44	46	49
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12,243</b>	<b>12,246</b>	<b>11,049</b>	<b>11,587</b>	<b>12,362</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	10.04	10.04	9.06	9.50	10.13
其他	328	140	144	145	143						
<b>非流动负债合计</b>	<b>328</b>	<b>140</b>	<b>144</b>	<b>145</b>	<b>143</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>18,291</b>	<b>16,189</b>	<b>16,297</b>	<b>17,019</b>	<b>17,999</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	451	501	545	592	641	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220	营业收入	12.8%	7.5%	-7.1%	4.0%	5.7%
资本公积	704	704	704	704	704	营业利润	16.3%	0.7%	-9.8%	4.9%	6.7%
留存收益	32,702	37,555	48,604	52,659	57,490	归属于母公司净利润	17.3%	0.0%	-9.8%	4.9%	6.7%
其他	128	154	154	154	154	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>35,204</b>	<b>40,134</b>	<b>51,227</b>	<b>55,329</b>	<b>60,209</b>	毛利率	76.2%	74.9%	74.7%	73.8%	73.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>53,495</b>	<b>56,323</b>	<b>67,525</b>	<b>72,348</b>	<b>78,208</b>	净利率	34.0%	31.6%	30.7%	31.0%	31.3%
						ROE	39.1%	32.9%	24.5%	22.0%	21.6%
						ROIC	38.2%	32.4%	24.1%	21.6%	21.2%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	34.2%	28.7%	24.1%	23.5%	23.0%
净利润	12,253	12,295	11,093	11,633	12,411	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	158	248	174	210	243	流动比率	2.45	2.86	3.51	3.61	3.72
财务费用	(10)	(20)	(81)	(134)	(160)	速动比率	1.71	1.96	2.65	2.86	2.99
投资损失	(324)	(290)	(295)	(270)	(290)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,570)	(1,728)	4,747	2,037	601	应收账款周转率	235,067.5	449,993.8	400,970.2	434,301.8	433,390.5
其它	2,666	(1,491)	24	(10)	3	存货周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,172</b>	<b>9,014</b>	<b>15,663</b>	<b>13,466</b>	<b>12,809</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
资本支出	(2,272)	(1,431)	(709)	(706)	(706)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(1)	(23)	20	0	0	每股收益	10.04	10.04	9.06	9.50	10.13
其他	(1,656)	3,655	295	270	290	每股经营现金流	9.98	7.39	12.84	11.04	10.50
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,929)</b>	<b>2,201</b>	<b>(394)</b>	<b>(436)</b>	<b>(416)</b>	每股净资产	28.49	32.49	41.54	44.87	48.83
债权融资	15	(171)	(30)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	13.6	13.6	15.1	14.4	13.5
其他	(5,749)	(7,591)	81	(7,398)	(7,371)	市净率	4.8	4.2	3.3	3.1	2.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,734)</b>	<b>(7,762)</b>	<b>51</b>	<b>(7,398)</b>	<b>(7,371)</b>	EV/EBITDA	9.4	9.3	10.4	9.9	9.3
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.5	9.5	10.5	10.1	9.5
<b>现金净增加额</b>	<b>2,510</b>	<b>3,452</b>	<b>15,320</b>	<b>5,633</b>	<b>5,022</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。